

Bilan 2008 et Perspectives 2009

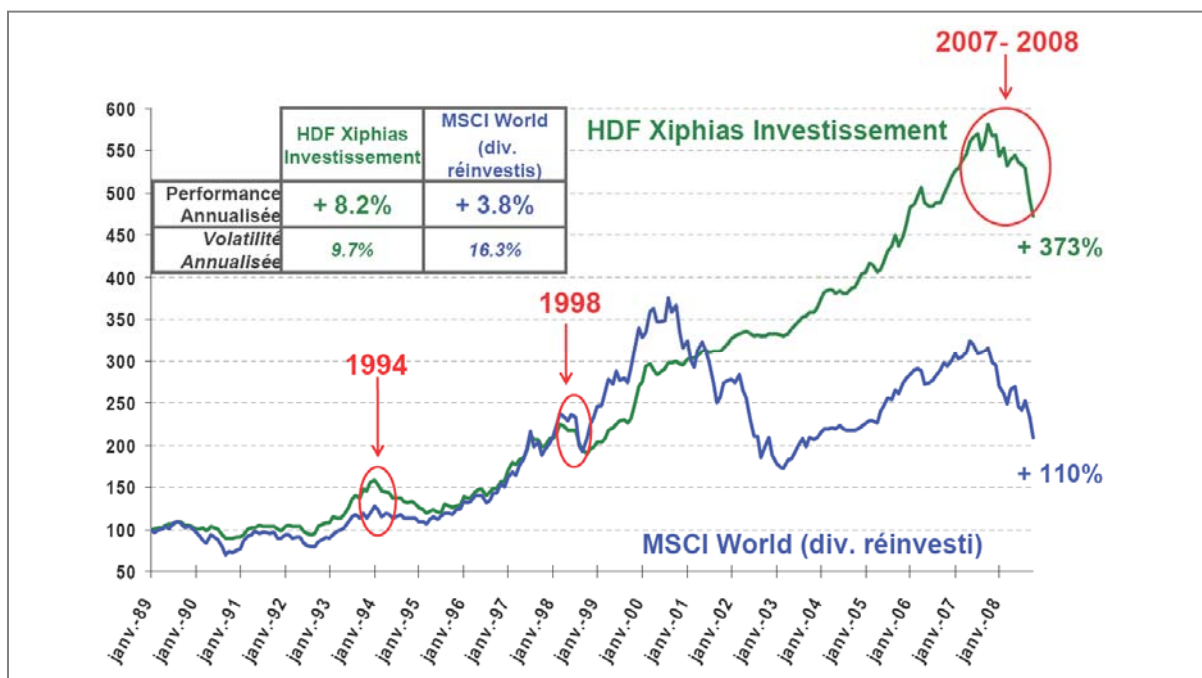
16 janvier 2009



A) Quel jugement peut-on apporter sur les résultats de l'alternatif en 2008 ?

Sur le moyen terme, les performances obtenues sont encore « en ligne » avec la dé-corrélation recherchée.

Le graphe suivant sur 20 ans rappelle la dé-corrélation apportée dans la durée par la gestion alternative. Il peut exister des périodes de corrélation, comme durant les années 1994, 1998 et 2008 où il y a eu contraction brutale de liquidité.



Sur le court terme, toutes les stratégies n'ont pas été corrélées durant la crise.

Durant la crise, les stratégies de trading, celles qui s'appuient plus sur l'analyse des flux que sur les analyses fondamentales en valeur, ont su tirer leur épingle du jeu. On trouve des fonds de Global Macro, de trading systématique ou de trading discrétionnaire qui sont largement positifs depuis le début de l'année, parfois avec des performances à deux chiffres. Des gérants sur les taux d'intérêt ont su capter les déformations de courbes de taux provoquées par les interventions sans précédent des banques centrales. D'autres ont pu également bénéficier des augmentations sensibles des volumes d'émission des emprunts d'état : un positionnement tactique leur a permis de tirer profit des décalages temporaires entre la forte offre et la forte demande. Les traders systématiques et

discrétionnaires ont en général bénéficié du retour de la volatilité. D'ailleurs notre fonds [HDF Trading](#) a généré une performance de +2,26% en 2008.

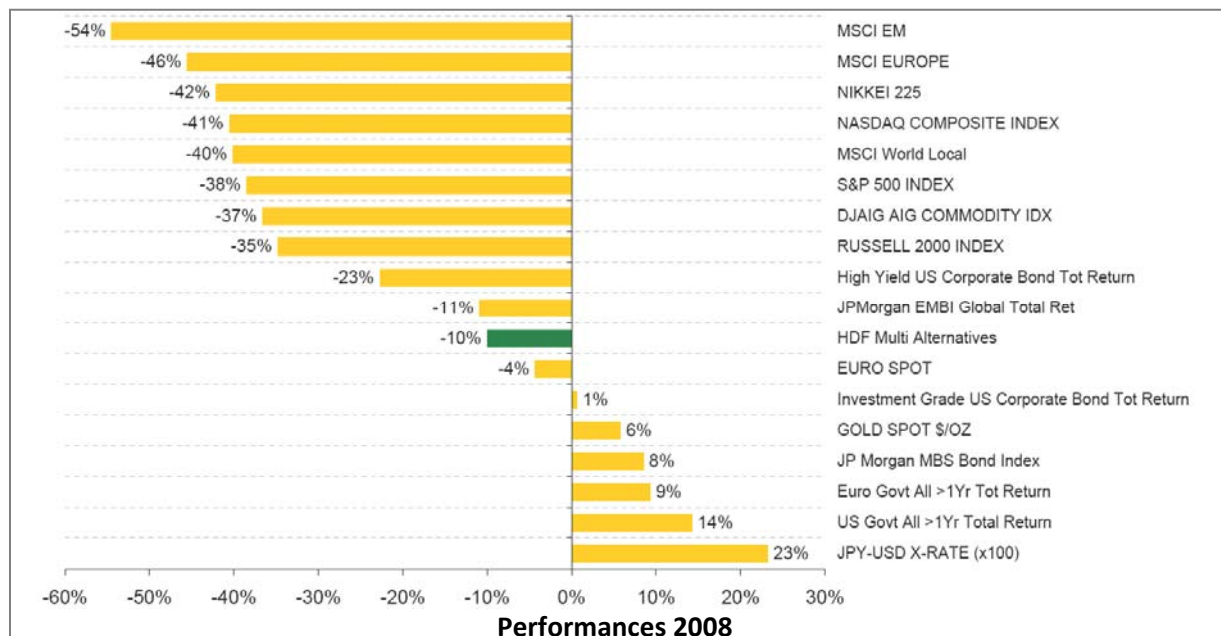
Les stratégies reposant sur l'analyse fondamentale ont été corrélées à court terme.

Les stratégies qui ont été corrélées, malgré le fait qu'elles interviennent sur une variété d'instruments et de classes d'actifs différents, ont ceci en commun qu'elles s'appuient sur des analyses fondamentales en valeur pour identifier leurs opportunités d'achat et de vente. Ce sont ces stratégies fondamentales qui délivrent les meilleurs rendements sur le moyen terme. Mais en 2008, le « de-leveraging » des banques et la recherche de liquidité se sont faits « à tout prix ». C'est-à-dire que c'est sans discernement que des positions ont été débouclées, et que des instruments ont été revendus et rachetés. La conséquence, c'est que les prix de marché se sont éloignés sensiblement des valeurs intrinsèques, par le haut ou par le bas suivant les cas. Ceci a engendré des pertes à court terme en « mark-to-market », mais également cela a généré de belles opportunités sur le moyen terme. Parmi ces opportunités exceptionnelles, on peut citer des opportunités « directionnelles » telles que les spreads de crédit injustifiés, même avec des hypothèses de défaut les plus pessimistes, que ce soit sur des crédits corporate ou sur des titrisations, ou bien des opportunités « d'arbitrage » comme par exemple ces obligations ou prêts qui payent un spread de crédit bien plus large que ce que cela coûte de se protéger contre un défaut de l'émetteur. Nous avons établi un inventaire non exhaustif de telles opportunités en annexe.

Les hedge funds qui affichent les pertes les plus importantes sont ceux qui ont investi sur des titres particulièrement peu liquides, à la limite du private equity, et qui n'ont pas respecté un principe à nos yeux essentiel : « to hedge » veut dire se couvrir, se protéger.

Les performances sont-elles en ligne avec la dé-corrélation recherchée ?

Nous pensons que la performance récente est en ligne avec la dé-corrélation souhaitée. Les rendements de -10% à -15% en 2008 sont certes négatifs, mais les pertes sont bien inférieures à celles enregistrées sur des classes d'actifs traditionnelles, comme les actions (~-40% en 2008), les obligations crédit (~-25% pour le crédit HY en 2008) ou les titrisations (indice ABX 07 'AAA' à 35% du nominal fin 2008).



Les hedge funds ont donc rempli, au minimum, un rôle d'amortisseur.

Leur rôle de protection du capital devrait être également rempli sur le moyen terme, parce qu'il est probable que les pertes seront récupérées rapidement une fois que le « de-leveraging » et les

débouchements forcés s'arrêteront, et que les opportunités pourront enfin se transformer en rendements. La durée de récupération des pertes devrait, en tout état de cause, être bien inférieure à la durée de récupération des pertes sur les actifs traditionnels. Le tableau ci-après rappelle quels ont été les rendements de l'indice HFRI « fonds de fonds » après les pertes de 1994, 1998 et 2002. La durée de récupération des pertes a été inférieure à 1 an.

HFRI FoF Composite		Durée de la sous-performance (années)	Perte durant sous-performance	Perf 12 mois suivants	Perf 24 mois suivants	Durée de récupération
31/01/1994	28/02/1995	1.1	-6%	16%	33%	0.5
30/04/1998	31/10/1998	0.5	-13%	16%	37%	0.9
31/03/2000	31/10/2002	2.6	-1%	11%	15%	N/A

Les classes d'actif ayant bien performé en 2008 : une bulle ?

Les seules classes d'actif qui ont eu des rendements positifs en 2008 sont celles qui bénéficient traditionnellement de l'aversion au risque comme le taux sans risque, l'or, et les obligations d'état. Dans un futur proche, la disparition de l'inflation à court terme peut raisonnablement conduire à anticiper une continuation de la baisse des taux à 30 ans aux Etats-Unis en deçà du niveau actuel de 2,50%, mais la forte création monétaire des banques centrales sera, in fine, inflationniste (on pourrait donc parler de la formation d'une bulle sur les obligations d'état).

B) Perspectives d'avenir pour l'industrie des hedge funds

Comment générer du rendement si le « de-leveraging » et le moindre appétit des banques à prêter aux hedge funds se poursuivent ?

La question de savoir comment l'industrie des hedge funds et des fonds de fonds pourrait générer à nouveau des rendements et protéger le capital si le « de-leveraging » bancaire devait durer est une bonne question. Les meilleurs hedge funds se sont positionnés très tôt pour pouvoir naviguer dans un contexte où les débouchements forcés des positions des banques creusaient les écarts entre prix de marché et valeurs intrinsèques : ils ont réduit significativement la sensibilité de leur portefeuille (réduction du levier, libération de trésorerie, etc.). De notre côté, nous avons vendu les fonds qui nous semblaient trop optimistes, trop directionnels, trop exposés, pas assez flexibles, pour nous recentrer sur de la trésorerie ou sur des fonds réactifs, à style plutôt macro-trading ou bien véritablement market neutral, sur ceux qui pouvaient être le moins gênés par des débouchements de positions sans discernement, voire en profiter grâce à une bonne analyse des flux ou des évolutions macro.

Mais « de-leveraging » bancaire signifie également un moins grand appétit des banques à prêter aux hedge funds. Dans le monde d'hier où la volatilité était basse et où les valeurs relatives fluctuaient peu autour de leur moyenne, certains hedge funds utilisaient l'endettement comme amplificateur pour générer des performances attrayantes à partir de petites variations de prix. Dans le monde d'aujourd'hui où la volatilité est élevée et où les écarts entre prix de marché et valeurs intrinsèques sont importants, les hedge funds n'ont plus besoin de l'amplificateur procuré par le levier pour générer des rendements. La plupart des fonds long-short equity a par exemple aujourd'hui une position brute (acheteuse+vendeuse) inférieure à 100% ! Aussi nous pensons que le moindre appétit des banques à prêter aux hedge funds ne devrait pas être un facteur de chute des rendements. Rappelons également que la dette bancaire n'est pas le seul moyen d'accès au levier : les marchés de futures et d'options procurent également du levier.

Les portefeuilles des fonds de fonds et des hedge funds sont désormais adaptés à la situation de « de-leveraging » et aux débouchements forcés. De plus, la génération des rendements sera facilitée par la moins grande concurrence du fait de la réduction du nombre d'acteurs : cessation des opérations de trading pour compte propre des banques et fermeture de nombreux hedge funds.

Et si les investisseurs recherchaient plutôt des placements liquides ?

Nous avons vu plus haut comment on pouvait se positionner et naviguer dans un environnement de « de-leveraging » et de recherche de liquidité. Une des leçons de la crise est que la liquidité des fonds doit être soutenue par un adossement à des actifs d'une liquidité comparable. Recherche de liquidité n'est pas antinomique avec gestion alternative. En effet, la gestion alternative fournit des solutions adaptées aux différents besoins en liquidité des investisseurs, en passant des fonds de futures très liquides aux fonds de private equity. Nous pensons que les investisseurs continueront à segmenter leur portefeuille en poches de liquidités différentes, mais qu'ils sauront à l'avenir s'assurer que les promesses de liquidité qu'on leur fait peuvent être tenues, grâce à un adossement correct des fonds à des actifs de liquidité comparable. De leur côté, les gérants de fonds de fonds sauront segmenter leur offre, avec la coexistence d'une part de fonds de fonds liquides n'investissant que dans des hedge funds liquides, eux-mêmes investis sur des actifs liquides, et d'autre part de fonds de fonds moins liquides pour bénéficier d'un univers d'investissement plus large.

Conséquence du « de-leveraging » général et de la recherche de liquidité sur la taille de l'industrie des hedge funds.

Nous pensons que l'essentiel des investissements en hedge funds qui devaient être vendus l'ont déjà été, ou le seront, compte tenu des délais de rachat, au 1^{er} trimestre 2009. En effet, parmi les investisseurs de hedge funds, les premiers à avoir vendu ont été les gérants de portefeuilles des fonds propres de banques, car celles-ci devaient libérer de la trésorerie, réduire leur levier, et restaurer leur capital réglementaire à tout prix. Nous estimons que rares sont encore les portefeuilles de fonds propres de banques qui détiennent encore des investissements en hedge funds aujourd'hui. Ensuite, certaines banques privées ont vendu les investissements en hedge funds que détenaient leurs clients privés, souvent pour rediriger leur épargne vers des fonds maison, ou pour aider le refinancement de la banque. Il est à noter que les investisseurs privés suivis par nos équipes commerciales en direct n'ont pas vendu leur portefeuille de hedge funds et n'ont pas l'intention de le faire étant donnée la bonne résistance des hedge funds par rapport à leurs investissements en actions ! De leur côté, les investisseurs institutionnels finaux tels que compagnies d'assurance, fonds de pension, caisses de retraite ou institutions de prévoyance, sans réel besoin de liquidité, n'ont que marginalement vendu leurs investissements dans nos fonds de hedge funds. Ces institutions ne devraient pas être particulièrement vendeuses dans les mois à venir si les rendements des hedge funds se comparent toujours bien aux classes d'actif traditionnelles.

Et si les investisseurs demandaient des placements plus simples et plus transparents ?

Les meilleurs hedge funds sont favorables à plus de transparence et de simplicité. Nous pensons que les hedge funds sauront s'adapter, voire accompagneront pro-activement ce mouvement. L'industrie mûrit, le métier continue de se professionnaliser, ce qui fait que les gérants très spécialisés, ceux qui ont une réelle expertise dans un domaine bien précis, et qu'il leur est possible d'expliquer en toute transparence, devraient survivre. En revanche, les gérants trop généralistes, ceux dont on ne comprend pas bien l'expertise ou qui ne parviennent pas très bien à l'expliquer, auront du mal à survivre. Et les multi gérants qui se reposent sur de l'analyse quantitative en ne faisant pas assez d'analyse qualitative auront également du mal à survivre. Les investisseurs, mais également les régulateurs, réclament à juste titre plus de transparence dans de nombreux domaines autres que la gestion alternative. Dans leur ligne de mire, on peut citer les cas des SIVs dans les paradis fiscaux dont se servent les banques pour faire porter, en toute absence de transparence, certains actifs par

d'autres, le cas des prêts octroyés sciemment à des emprunteurs non solvables parce que revendables immédiatement à des véhicules de titrisation, le cas des agences de notation pas assez transparentes sur les critères utilisés pour conduire à leurs notations, ou le cas des traders de banque d'investissement capables de dissimuler des positions en dehors des limites octroyées, etc.

Nous pouvons dire, d'après nos conversations avec eux, que les meilleurs hedge funds sont plutôt favorables à une transparence totale auprès des régulateurs. Ils sont également favorables à une transparence auprès des investisseurs en qui ils ont confiance, c'est-à-dire les investisseurs qui ne sont pas présents en direct sur les mêmes titres qu'eux, comme les fonds de hedge funds, par exemple. En revanche, ils émettent une réserve sur la transparence de leur portefeuille auprès du grand public, car celle-ci pourrait provoquer des situations de concurrence déloyale ou de manipulations de marché, comme des « short squeezes » par exemple, ce qui irait à l'encontre du but recherché. La transparence sur les risques et sur les expositions est souvent plus utile et plus instructive pour l'investisseur « grand public » que la transparence sur les positions.

Une réglementation plus sévère risque-t-elle de nuire aux rendements alternatifs ?

Concernant la réglementation et la transparence en gestion alternative, les meilleurs hedge funds sont favorables à tout ce qui peut réduire les excès, et éviter les manipulations de marché. Ils sont favorables à tout ce qui peut faire en sorte que les règles du jeu soient clairement établies, et que celles-ci soient les mêmes pour tout le monde. En effet, outre les questions de déontologie, les manipulations ne conduisent pas à des rendements pérennes et reproductibles dans le temps. De plus, elles gênent les gérants qui se servent de leur expertise et de leurs analyses fondamentales en valeur pour générer du rendement. Parmi les mesures permettant les réductions des excès, on peut citer l'interdiction des ventes à découvert « nues », c'est-à-dire n'ayant pas fait au préalable l'objet d'emprunts de titres. Nous n'avons pas connaissance de fonds pratiquant les ventes à découvert « nues », et nous pensons que l'interdiction des ventes à découvert « nues » est une bonne chose pour l'industrie et qu'elle n'affecte pas la capacité des meilleurs hedge funds à générer des rendements. Rappelons que les principales autorités réglementaires ([SEC](#), [FSA](#), [AMF entre autres](#)) ont déclaré publiquement qu'elles reconnaissent l'apport de la vente à découvert conventionnelle, c'est-à-dire celle ayant fait au préalable l'objet d'emprunt de titres, sur l'efficacité des marchés.

Concernant la réglementation en général, nous bénéficions en France d'un cadre qui protège l'investisseur, tout en octroyant une certaine souplesse aux gérants afin de leur permettre de générer des rendements. En plus de la réglementation AMF propre aux fonds de fonds alternatifs, rappelons l'existence de l'article R214-19 du Code Monétaire et Financier qui impose à tout fonds de droit français d'adosser la liquidité de son passif à celle de ses actifs.

Enfin, l'industrie de la gestion alternative a pris de nombreuses initiatives ces derniers mois pour mettre en place des règles de bonnes conduites. Au niveau des hedge funds, on peut citer celles du « President Working Group » aux Etats-Unis et du « Hedge Funds Standards Board » en Grande-Bretagne. Au niveau des fonds de hedge funds, on rappellera que, à l'initiative de HDF, l'AIMA (Alternative Investment Management Association) publiera son guide des bonnes pratiques au printemps 2009. D'autre part, l'Union Européenne vient de lancer une consultation sur les hedge funds, et l'« Organisation Internationale des Commissions de Valeurs » (OICV-IOSCO) vient de lancer une consultation sur les fonds de hedge funds.

C) Quelles peuvent être les conséquences de l'affaire Madoff sur les hedge funds ?

La crise d'aujourd'hui et la confiance.

Dans la conduite des affaires, et également dans le domaine privé, le fonctionnement de notre société repose sur la confiance. L'affaire Madoff rappelle simplement que faire confiance ne veut pas dire ne pas faire d'analyses ni de contrôles. Et c'est bien précisément le sujet de cette crise : le

système financier s'est grippé en août 2007 quand on s'est rendu compte que des prêts immobiliers avaient pu être octroyés sciemment à des emprunteurs non solvables, simplement parce que les banques qui octroyaient ces prêts constataient qu'elles parvenaient toujours à les vendre à des véhicules de titrisation. Les parts émises par ces véhicules étaient ensuite achetées par des investisseurs finaux tels que fonds de pension, caisses de retraite ou compagnies d'assurance qui souhaitaient légitimement augmenter la part de leurs investissements à revenus fixes. Les investisseurs avaient accordé leur confiance à la chaîne d'intervenants (courtiers en prêts, banques prêteuses, banques d'investissement structureuses, agences de notation), mais sans aller contrôler eux-mêmes ce qu'ils achetaient réellement. Alors que les pertes initiales ne concernaient que 1,5% du marché des prêts immobiliers américains (=10% du secteur « subprime »), la déception des investisseurs s'est traduite par contagion en une perte de confiance sans discernement, y compris envers des institutions et des actifs à priori sains. Les excès de confiance sans contrôles ont été suivis d'un excès de défiance. Le retour à un meilleur équilibre entre ces deux excès est pour bientôt.

Madoff : peu de conséquences directes sur les marchés.

Comme le sujet de l'affaire Madoff, la confiance, est le même que celui qui a déclenché cette crise, nous pensons que les conséquences directes resteront circonscrites aux pertes subies par les investisseurs concernés, et qu'il ne devrait pas y avoir le déclenchement d'une série d'événements ayant un impact majeur sur les marchés. Les intervenants de marché étaient en effet déjà en train de réduire leur levier et leurs risques, en train de rechercher des liquidités, et avaient déjà pris conscience qu'il fallait analyser et contrôler en plus de faire confiance. On peut également rappeler que les encours gérés par Madoff, une cinquantaine de milliards de dollars de l'aveu de l'intéressé, ne représentent que 2% des pertes des banques américaines liées aux prêts et au marché hypothécaire, pertes évaluées par le FMI à environ 2500 milliards de dollars.

Les fraudes : rien de spécifique à la gestion alternative, ni à la gestion, ni même à la finance !

Rappelons que les fonds dits « Madoff », dont quelques-uns bénéficiaient du passeport européen UCITS, n'étaient pas à proprement parler des hedge funds. D'autre part, il y a eu et il y aura toujours des fraudes, et ce dans tous les domaines. On peut évoquer l'affaire du canal de Panama, les cas Parmalat, Enron et Worldcom, mais également le cas du fabricant de jouets chinois qui applique une fausse étiquette « CE » alors qu'il ne respecte pas les réglementations européennes en matière de sécurité, ou celui qui conduit sans permis, etc.

Ceux qui ont pris trop de risques disparaîtront.

Quant à savoir si l'affaire Madoff entraînera la disparition de gros fonds de fonds, nous pensons que, en général, ceux qui ont cumulé trop de risques ([mismatch actif/passif](#), mauvais choix de fonds sous-jacents, manque de transparence, trop de levier) disparaîtront. Ceci est vrai pour des sicav monétaires dynamiques, pour des sicav actions de toutes petites capitalisations qui avaient promis une trop bonne liquidité à leurs investisseurs par rapport à la liquidité de leurs actifs, ou pour des banques qui avaient octroyé trop de prêts immobiliers à 30 ans financés par des passifs courts. Ces disparitions seront de bonnes nouvelles pour les survivants, ceux qui ont su éviter les excès et dont les procédures de contrôle du risque sont rigoureuses : ils sauront bénéficier des belles opportunités de marché que la crise aura créées, et ce avec moins de concurrence.

L'attrait de la gestion alternative n'est pas pour autant remis en cause.

Nous estimons que les excès puis la disparition de certains intervenants ne signifie pas qu'il faille mettre au panier l'ensemble de l'industrie alternative, bien au contraire. L'apport de la gestion alternative subsistera pour longtemps : utiliser tous les outils pour générer des rendements décorrélés des évolutions des marchés et protéger le capital sur le moyen terme nous paraît être une

proposition bien plus attrayante que celle qui consiste à se limiter à chercher à faire mieux que les indices et donc de faire dépendre les rendements des évolutions de ces indices. Nous ne doutons pas que l'industrie de la gestion alternative pourra continuer à tenir ses promesses tout en évoluant vers plus de simplicité et plus de transparence.

L'importance d'une sélection des gérants rigoureuse.

De même qu'un investisseur sait qu'investir en direct dans une action peut être risqué, et qu'il est nécessaire de construire un portefeuille diversifié, cette affaire Madoff rappelle aux investisseurs qu'il peut être risqué d'investir en direct dans un hedge fund. Pour bénéficier des attraits de la gestion alternative, il est préférable de faire appel à des professionnels expérimentés comme les fonds de fonds bénéficiant d'une longue expérience et d'équipes de sélection de gérant robustes, expérimentées et structurées. Madoff n'est pas une fatalité : une due-diligence simple mais professionnelle a permis à un grand nombre de gérants sérieux d'éviter cette fraude.

D) Perspectives 2009

Pour 2009, nous pensons que la fin de la crise financière, la fin du « de-leveraging » et la fin des « débouchements forcés » auront lieu avant la fin de la crise macro-économique. Or, les hedge funds savent naviguer dans une crise économique. Nous pensons donc que le retour des rendements sur les hedge funds interviendra avant le retour des rendements directionnels long-terme sur les actions ou sur le crédit.

La fin des débouchements forcés permettra aux intervenants de bénéficier des opportunités que la crise a créées. Or, pour pouvoir en bénéficier, il faut être flexible, opportuniste, et réactif. Il faut donc être fondamentalement non-benchmarké, à l'opposé de la philosophie long-only. Nous pensons donc que les hedge funds sont les mieux positionnés pour tirer profit de ces opportunités.

Un retour progressif à la rationalité encouragé par une pause sur les marchés actions.

Nous pensons que le retour à un fonctionnement « normal » de tous les marchés, avec l'augmentation des volumes de transactions et une meilleure possibilité de mettre en place des positions puis de les dénouer, devrait être encouragé par les facteurs suivants :

- **L'essentiel du de-leveraging sur les actions a déjà été fait,** comme en témoigne la pause dans la baisse des marchés actions malgré les publications d'indicateurs macro-économiques et de résultats des entreprises toujours plus décevants.
- **Les baisses des rendements des parties cash des portefeuilles,** suite à la baisse des taux courts des banques centrales.
- **La normalisation du fonctionnement des marchés de taux d'intérêts,** grâce à l'augmentation sensible des volumes de transactions sur les obligations d'Etat ainsi que sur les marchés dérivés afférents. En effet, les augmentations des émissions des Etats pour refinancer leurs plans de relance satisfont la forte demande des investisseurs pour ces obligations d'Etat « sans risque ».
- **Le retour des transactions sur les marchés de crédit** encouragées par les achats importants de titres crédit par la FED.
- **La diminution du nombre de publications dans la presse d'anticipations très pessimistes** grâce aux plans de relance importants par les Etats (6% du PIB aux Etats-Unis !) ou aux mesures de soutien anti-déflationnistes (comme les plans TARP ou TALF par exemple).

Si les marchés actions devaient continuer leur baisse, entraînés par des résultats d'entreprises encore plus décevants, les hedge funds sauraient se positionner comme ils ont su le faire durant la grande baisse des marchés actions de la période 2000-2003. Les hedge funds savent naviguer dans une crise économique, et ce sera d'autant plus facile pour eux si la crise financière est derrière nous. Enfin, les portefeuilles des hedge funds et des fonds de fonds sont désormais profilés et adaptés à un scénario de crise, ce qu'ils n'étaient pas début 2008 quand certains ont été pris par surprise. On peut donc dire que le risque de pertes en 2009 est limité.

L'alternatif est la classe d'actif à privilégier dans ce scénario de retour à la rationalité.

Pour un investisseur ou pour un allocataire d'actif, il est difficile de capter les rebonds du marché actions : il peut être hasardeux de vouloir chercher les bons points d'entrée et de sortie. Plutôt que d'essayer de faire du « timing de beta », l'investisseur peut utiliser la pause du marché actions et la baisse de la volatilité depuis les niveaux extrêmement élevés atteints courant 2008 comme des indicateurs avancés du retour des rendements sur les hedge funds. En effet, non seulement certains hedge funds devraient être capables de mieux capter les mouvements à la hausse ou à la baisse sur les actions, comme cela a été le cas entre 2000 et 2003, mais surtout le rebond du marché actions peut être considéré comme un indicateur avancé de la fin des débouchements forcés, du retour à une certaine rationalité sur les marchés, et du retour des volumes de transactions qui permettront aux hedge funds d'exploiter toutes les opportunités que la crise a créées. De plus, il est difficile aujourd'hui pour un investisseur de prendre un pari directionnel sur une classe d'actif traditionnel :

- **Actions** : le rebond récent sur les plus bas de l'automne n'est probablement pas le signe précurseur du retour d'une tendance haussière sur les actions
- **Obligations d'Etat** : la disparition de l'inflation peut raisonnablement conduire à anticiper une continuation de la baisse des taux à 30 ans aux Etats-Unis en deçà du niveau actuel de 2,50%, mais la forte création monétaire des banques centrales sera, in fine, inflationniste (on pourrait donc parler de la formation d'une bulle sur les obligations d'état)
- **Obligation crédit** : les taux de défaut anticipés dans les spreads sont certes élevés, mais difficiles à évaluer, car ils reposent sur des hypothèses de taux de recouvrement qui sont pour le moment difficiles à faire. En effet, les entreprises ayant pu négocier ces dernières années des « covenants » assez favorables, il est possible que, les dettes devenant exigibles plus tard qu'habituellement dans la détérioration de la solidité financière des entreprises, les taux de recouvrement à venir soient beaucoup plus faibles que les taux historiques. Il faut donc que des défauts commencent à se produire avant de pouvoir évaluer si les spreads de crédit sont attractifs ou non. Et il faut également une expertise fine pour faire correctement cette analyse entreprise par entreprise.
- **Matières premières** : pas de tendance claire, car exposées au risque pays et au risque d'une longue récession

Moins de concurrence pour les meilleurs hedge funds = plus de rendements.

Les meilleurs hedge funds auront devant eux un boulevard d'opportunités, et beaucoup moins de concurrence que ces dernières années pour transformer ces opportunités en rendements. En effet, les desks de compte propre de banques qui avaient pris trop de risques ont disparu. La plupart des banques d'investissement qui utilisaient jadis un levier de x35 ou x40 se sont devenues, par transformation ou par rachat, des banques commerciales dont le levier est réglementairement limité à x12. Egalement, les « mauvais » hedge funds vont disparaître ou ont déjà disparu. Il s'agit de ceux qui auront pris trop de risques ou qui n'avaient pas les véritables talents nécessaires pour bien naviguer dans cette crise. Il s'agit des hedge funds qui s'étaient lancés durant les belles années pour capter trop facilement l'afflux structurel de capitaux vers l'industrie de la gestion à rendements absolus. Il s'agit également des prétendus hedge funds qui s'étaient lancés dans des stratégies à la limite du private equity comme l'ABL (Asset Based Lending) ou le placement privé et qui n'ont pas pu tenir leur promesse de couverture ([« to hedge » signifie se couvrir, se protéger](#)). Une fois ces moins bons gérants disparus, il sera plus facile pour les survivants, moins nombreux mais meilleurs, d'exploiter les inefficiences et les opportunités que la crise aura créées, et de générer de bons rendements pour les investisseurs qui auront su être patients. Darwin a également montré en biologie que les espèces les plus résistantes à l'adversité survivaient aux changements, aux crises et aux bouleversements, et que seuls restaient les meilleures (sélection naturelle).

Annexe

Opportunités de marché créées par la crise.

Sur tous les marchés et sur tout type d'instrument, le « de-leveraging » et la recherche de liquidité se sont faits « à tout prix ». C'est-à-dire que c'est sans discernement que des positions ont été débouclées, et que des instruments ont été revendus et rachetés. La conséquence, c'est que les prix de marché se sont éloignés sensiblement des valeurs intrinsèques, par le haut ou par le bas suivant les cas.

Nous avons fait un inventaire non exhaustif des opportunités que ces dislocations ont créées.

Les meilleurs gérants sauront exploiter ces opportunités et les convertir en rendements attrayants, et ce d'autant plus qu'ils bénéficieront d'une moins grande concurrence qu'auparavant (disparition des comptes propres des banques et des moins bons hedge funds).

Actions : le « de-leveraging » a été fait pour sa plus grande partie

- 1) Conséquences des dislocations
 - **Structure du capital** : les valorisations de différents titres d'une même entreprise ne sont pas en ligne avec leur « séniorité » (avec les différentes priorités d'accès aux résultats d'exploitation de l'entreprise)
 - **Intra-secteur** : Les valorisations des entreprises similaires d'un même secteur ne sont pas en ligne avec leur santé financière et leurs perspectives de profitabilité
 - **Inter secteur** : Les différentes valorisations des secteurs ne sont pas en ligne avec leurs perspectives de profitabilité. De plus, certains secteurs devraient plus bénéficier des mesures de relance que d'autres
 - **Zone géographique** : les différentes valorisations des places boursières ne sont pas en ligne avec leurs perspectives de profitabilité (croissance de PNB)
 - **Dispersion VS indices** : les dispersions des cours des titres par rapport aux indices sont importantes
- 2) Crise économique : le fait qu'il y aura des entreprises qui sauront s'adapter mieux que d'autres aux bouleversements macro-économiques crée des opportunités.
- 3) Mesures de soutien : des secteurs et des entreprises bénéficieront plus que d'autres des mesures de soutien anti-déflationnistes des autorités

Emprunts d'Etats et dérivés : un marché liquide avec de forts volumes

- 1) Opportunités directionnelles
 - Poursuite de la baisse des taux courts dans de nombreux pays
 - Potentiel krach obligataire sur la partie longue des courbes (forte demande d'actifs gouvernementaux peu risqués, forts besoins d'émission des Etats pour soutenir les économies, forte création monétaire des banques centrales qui achètent les émissions des Etats)
 - Obligations indexées à l'inflation : anticipations de déflation sur le court terme, puis de retour de l'inflation à moyen terme à cause de la forte création monétaire des banques centrales
- 2) Opportunités en valeur relative (plus besoin d'utiliser le levier pour en bénéficier)
 - L'opération qui consiste à vendre les emprunts d'Etats avant l'adjudication et à les racheter à l'adjudication est redevenue profitable, car les Etats doivent faire des concessions sur les prix aux adjudications pour pouvoir émettre des volumes importants

- Les achats d'obligations d'Etat par les banques centrales aplatissent les parties longues des courbes des taux
- La concentration de forts volumes d'émission sur certaines maturités déforme les courbes des taux
- Déflation (puis inflation ?) : changements des pentes des courbes des taux
- Arbitrages obligations d'Etats contre futures - TED Spread - Libor-OIS ...

Devises

- Volatilité en hausse, favorable au trading
- Fortes tendances à venir :
 - Tendances avec volatilité, conséquences des différentes capacités de réaction des autorités monétaires de chaque pays
 - Dollar US (état de l'économie, taux à zéro) ?
 - Déboucement des « carry trades » : devises émergentes, devises à taux bas (franc suisse, yen)
 - Crise de change sur certains pays émergents, rapatriement de capitaux, fin de certaines parités fixes...
 - Dispersion entre devises d'une même zone, fonction des différentes expositions des pays à la crise économique et financière
 - Devises liées aux matières premières (dollars canadien, australien et néo-zélandais)

Matières premières

- Volatilité en hausse, favorable au trading
- Mouvements des cours au comptant VS cours à terme suivant les décisions de couverture des producteurs et des consommateurs
- Dispersion entre matières premières
 - impacts variés de la récession sur les consommations (ex. métaux VS énergie)
 - rareté de l'offre sur certaines matières premières (ex. cacao)
 - demandes spécifiques (ex. bio énergie)

Volatilité

- La volatilité reste haute, mais sur des niveaux raisonnables et gérables (inférieurs aux extrêmes de 2008)
- Environnement favorable aux traders de volatilité (incertitude micro et macro-économique)
- écart de volatilité entre classes d'actif (ex. volatilité des taux courts VS volatilité des taux de change, ou volatilité des taux de change des pays émergents VS volatilité des matières premières)
- Structure de volatilité à terme (volatilité options court-terme VS options long-terme)
- Actions :
 - écart entre volatilité réalisée et implicite (options)
 - écart entre volatilité sur les puts et sur les calls
 - trading de corrélation (paniers d'actions contre indices ou contre secteurs)

Crédit : le « de-leveraging » n'est pas terminé, du temps est nécessaire pour réaliser la valeur

- 1) Opportunités directionnelles
 - Spreads de crédit attractifs, même sous des hypothèses de taux de défaut pessimistes
 - Besoins de refinancement ou de restructuration de dettes
 - Titres en détresse, mais après avoir effectivement constaté l'augmentation des taux de défaut

- 2) Opportunités en valeur relative (moins besoin d'utiliser le levier pour en bénéficier)
- Dispersion :
 - des entreprises résisteront mieux que d'autres à la crise économique (en particulier, certaines feront faillite)
 - des secteurs et des entreprises bénéficieront plus que d'autres des diverses mesures de soutien anti déflationnistes des autorités
 - Obligations contre actions
 - Obligations contre prêts
 - Différents instruments dans la structure du capital des entreprises et des véhicules de titrisation
 - Obligations contre dérivés de crédit
 - Dérivés de crédit contre actions, car les dérivés de crédit ont pu être utilisés comme alternative à la vente à découvert sur les actions

Obligations convertibles : le « de-leveraging » n'est pas terminé, du temps est nécessaire pour réaliser la valeur

- Les prix des obligations convertibles sont bas, et les options sur action qu'elles contiennent sont donc sous-valorisées (volatilité implicite bien plus basse que la volatilité constatée sur le marché des actions). Sur certaines émissions, le prix de l'option est même négatif (le rendement de l'obligation convertible est supérieur au rendement de l'obligation conventionnelle du même émetteur)
- Le niveau élevé de la volatilité permet de capter plus facilement l'écart entre volatilité implicite et historique (le gamma trading est rentable)

HDF a apporté le plus grand soin à la synthèse des informations qui ont permis l'élaboration du présent document. Toutefois, il ne peut être garanti qu'elle soit complète ou sans erreur, et ne saurait en aucun cas engager la responsabilité d'HDF. Ce document non contractuel a été réalisé à titre d'information uniquement et ne constitue pas une offre de vente.